债券发行在承销商与发行人关系中的作用

张劲帆　霍卓翔

内容提要：本文研究了债券发行在构建承销商与发行人合作关系中的作用。结果显示，第一，债券发行是承销商与上市公司建立合作关系的有效手段。债券发行经验和股票 IPO 发行经验都能显著提高承销商参与同一发行人下次股票定向增发业务的概率。第二，上市公司 IPO 中的承销商会降低债券的风险溢价，以提高债券发行质量的方式来稳定客户关系；而上市公司也的确更加倾向于选择参与过自身股票 IPO 的承销商来发行债券以享受较低的融资成本。第三，利用已有的合作关系进行债券发行意味着上市公司有更高的风险：这些发行人的股票在债券存续期间更有可能因为基本面恶化而被特殊处理(ST)。综上，这些结果为证券承销关系在中国资本市场中的作用提供了证据，也为后续监管政策改革提供了参考。

关 键 词：证券承销；风险溢价；基本面风险

作者简介：张劲帆，香港中文大学（深圳）经管学院、副教授，518172
霍卓翔，香港中文大学（深圳）经管学院、博士生，518172

中图分类号：F8　**文献标识码：**A

一、引　言

党的十八大以来，金融领域改革不断取得新的成就。2023 年底召开的首届中央金融工作会议明确提出“加快建设金融强国”的重要目标。为了实现这一目标，我们必须坚定不移地走中国特色金融发展之路，全面深化改革，防控风险，发挥好金融对实体经济的支撑作用，建设有中国特色的现代金融体系。

债券市场是金融系统的重要组成部分。根据中国人民银行的统计，截至 2022 年底，公司信用类债券余额达人民币 32 万亿元，表明发行债券是国内企业获得融资的重要渠道。因此，完善相关机制和体制建设有利于债券市场更好地发挥盘活经济和稳定发展的作用。债券市场的专业化程度较高，按照中国的监管要求，企业必须通过承销中介机构进行债券的发行，因此承销商在债券发行中具有关键地位。国内市场中的债券承销中介机构主要是商业银行和证券公司，其中证券公司可以同时拥有股票和债券承销业务的资格。当一家承销中介机构可以同时从事多种类的投行业务时，不同的承销业务之间就可能存在相互影响，最终改变发行人和承销商的行为。对于承销商和发行人之间互动关系的理解有助于揭示债券市场的风险来源，为完善金融监管体系提供参考。

本文将重点研究证券公司（券商）在承销业务中的行为以及其产生的影响。通过对 1986 次股票定向增发事件和 3295 次债券发行事件的分析，我们发现，证券公司利用自身可以同时为企业进行债券和股票承销的便利条件，将债券发行作为建立客户关系的手段，有效地带动了未来的股票承销业务。实证研究结果显示，在为上市公司发行过债券之后，承销商在未来将有更高的概率获得来自同一发行人的定向增发业务，债券发行过程中的主承销商能享受到的概率提升进一步增加。在控制了股票发行经历之后，参与债券发行或者以主承销商的身份参与上市公司的债券发行可以提高承销商自身获得同一发行人未来定向增发业务的概率为 1.2 和 7.4 个百分点。债券发行对于未来的股票承销业务有着积极的拉动作用，这导致了债券承销业务成为市场中承销商相互竞争的战场。一些现实中的轶事证据可以说明这种竞争的激烈程度。早在 2016 年和 2018 年，证监会就两次在《公司债券日常监管问答》中针对债券发行承销费率过低的现象做出了回应，明确提出将对承销费用报价异常的债券发行项目实施专项检查。中国银行间市场交易商协会也曾对债券承销费率报价过低的承销商做出过警告[1]。债券承销服务中的价格竞争足以说明承销商们对于债券发行的重视，因为债券发行业务是未来股权融资业务的敲门砖。中国债券市场的特征为承销商利用债券发行业务与客户建立关系提供了便利条件。国内市场中的公司债券拥有信用评级高、期限较短、违约率低等特点，如果只考虑上市公司发行的债券时，债券的安全性特征将更为明显。债券的安全性高使得承销商可以在债券发行中适当降低对发行人的筛选标准，以便与更多发行人建立合作关系；债券的期限较短导致企业会有频繁的滚动融资需求，这为承销商提供了与发行人沟通的更多机会。总之，国内债券市场的独特环境使得债券承销业务非常适合作为承销商与发行人建立合作关系的桥梁。

债券发行与股票承销都能够影响企业在未来证券发行中对承销商的选择，这会引起两类承销商之间的竞争：参与上市公司股票 IPO 的承销商将面对来自债券承销商的冲击。参与上市公司 IPO 的承销商已经通过相关发行过程与上市公司建立了合作关系。但是，如果债券发行经历与股票发行经历在影响发行人对承销商的选择方面有着近似的贡献，那么这就意味着市场中任何一家新进承销商都可以通过为上市公司发行债券而与其建立合作关系，从而

[1] http://www.nafmii.org.cn/xhdt/202005/t20200515_197324.html

形成对 IPO 承销商的竞争。我们发现，参与上市公司股票 IPO 的承销商会通过提高债券发行质量的方式防止债券承销机会被其他承销商抢走，以维护客户关系。当上市公司选择参与自身 IPO 的承销商发行债券时，新发债券的风险溢价相比于类似债券而言会降低 8-12 个基点左右。而上市公司也的确倾向于在债券发行中选择曾经在 IPO 中使用过的承销商以享受较低的融资成本，这说明 IPO 承销商的竞争策略是有效的，同时也说明债券承销业务更多地被承销商视作建立或者稳定客户关系的手段。

因为能够有效拉动未来股权融资业务，债券发行成为了承销商竞争的对象。此时，承销商在债券发行中的行为就可能发生改变。理论上，多次参与同一发行人证券发行的承销商应该对企业的情况更加了解，这些承销商在风险揭示与定价方面应该具有优势。承销商可能基于自身声誉的考虑而对发行人进行筛选，以确保合作企业的高质量(Fernando et al.，2005)。但实际上，如果债券承销业务与未来的股权承销业务挂钩，承销商就可能为了未来的利益而降低对发行人的审查标准。此时，双方的合作关系反而意味着风险。本文发现，如果上市公司在债券发行过程中选择了自身股票 IPO 中使用过的承销商，那么在债券存续期间，发行人的股票因为业绩恶化等基本面风险而被特殊处理(ST)的概率显著提升 1-3 倍。这表明债券发行过程中承销商对于发行人的风险审查存在缺陷。本文的结果说明，当债券发行成为了承销商竞争未来业务的手段时，承销商与发行人之间的合作关系意味着发行人存在较高的风险。在这种合作关系内部，承销商与发行人的确可能形成一种双赢的局面，承销商为上市公司发行债券提供便利，而上市公司将未来的股票发行业务交给同一承销商。但是，双方的合作关系对投资人来说却意味着风险，因为承销商为了竞争债券承销机会并获得未来的股权融资业务而没有针对债券发行人进行严格筛选。

本文的贡献有以下三个方面。首先，研究结果证明了在中国市场中，承销商与上市公司（发行人）之间的确存在稳定的合作关系。双方的合作影响了上市公司在证券发行中对承销商的选择倾向，同时也提高了证券发行质量，在合作关系内部产生了双赢的局面。第二，实证结果证明了债券发行与股票发行一样，都是承销商与发行人建立合作关系的有效手段。尽管债券承销与股票承销在流程和监管要求上存在很大差异，但当承销商能够同时为同一发行人提供两种服务时，股票和债券发行业务之间就会产生相互影响。第三，我们发现承销商与发行人之间的合作关系可能意味着风险。理论上，拥有合作关系意味着承销商对发行人更为了解，承销商的行为能够更加准确地体现发行人的风险。但是，当债券发行成为了承销商建立和维护客户关系的手段时，在承销发行的过程中，承销商将不再针对发行人进行严格的筛选，相应的风险揭示功能失效。

本文的后续安排如下：第二部分进行文献综述并提出研究假设，第三部分展示样本构建过程和描述性统计，第四部分提出实证模型并进行分析，第五部分进行总结。

二、文献综述及研究假设

（一）文献综述

业务上的稳定合作关系广泛存在于金融中介机构和他们的客户之间。较早受到关注的是传统商业银行与借款人（企业）之间基于贷款业务而形成的合作关系。商业银行在信贷审核的过程中可以获取企业各方面的关键信息，基于这些信息而建立的合作关系能为双方带来好处。商业银行基于对企业的深入了解可以设定合适的贷款策略(Rajan，1992；Boot 和 Thakor，2000)，准确的贷款策略为银行积累声誉并吸引更多客户(Chemmanur 和 Fulghieri，1994)。此

外，商业银行中的信贷业务也会对其投行业务产生积极影响(Bharath et al.，2007)。信贷业务中的借款人，尤其是初创企业和小微企业，通过与银行的稳定业务关系可以获得更多的资金支持(Petersen 和 Rajan，1994; Beck et al.，2018)。

随着市场结构的不断完善和金融中介专业化水平的提高，越来越多的企业选择直接到资本市场上发行债券和股票进行融资。于是，承销商也开始与发行人建立基于证券承销业务的合作关系，一些文献中将其称为关系特定资本(relationship specific capital)(James，1992)。承销商与发行人之间的关系有多层含义。首先，发行人选择承销商来发行证券是双方建立合作关系的开端。证券承销费用、发行质量、承销商的声誉和分析师跟踪等配套服务都是发行人选择承销商时需要考虑的因素(James，1992；Krigman et al.，2001； Fernando et al.，2005)，承销商之间也会为了未来的承销业务而相互竞争(Corwin 和 Schultz，2005)。其次，在证券的发行中存在信息不对称问题。此时，承销商可以用自身的声誉为证券发行提供"认证(certification)"，向市场参与者传递有关该证券的积极信号(Burch et al.，2005；Fang，2005)以减少发行抑价并提高发行成功率。当然，在此过程中承销商也会对发行人的质量进行审查和筛选(Fernando et al.，2005)。最后，市场对承销商与发行人之间的关系赋予了价值。当承销商发生危机导致合作关系出现风险或者消灭时，发行人的市场价值也会受到负面影响(Fernando et al.，2012；Dick-Nielsen et al.，2021)。

与本文相关的另一类文献是中国债券市场。中国的债券市场整体上向着规范化和自由化快速发展(Hu et al. (2018))。根据(Amstad 和 He (2019))的分类，中国的债券市场可以分为政府债、金融债和公司（产业）债。我们主要关注公司债券，在这一个类别之下，中国的企业可以选择企业债、交易所公司债、资产支持证券或者私募债券等方式进行债务融资。中国债券市场有一些独特的制度背景。在市场结构方面，中国的债券市场主要由一个银行间市场和两个交易所市场组成。两类市场在监管部门、发行要求、交易规则和投资者类型方面的差异导致了市场分割，Chen et al. (2023)利用这种市场分割带来的"同债券不同价"建立了债券可质押性与价格之间的因果关系。信用评级方面，中国债券市场的信用评级非常偏倚于最高的几个等级(Huang et al. (2023))，并且评级分类相对粗糙以至于相同评级下的债券在风险方面差异较大(Livingston et al. (2018))。何平和金梦(2010)、王安兴等(2012)发现较高的债券信用评级和发行主体信用评级意味着债券和发行人的安全性较高，两者都能有效地降低国内企业的债券发行成本。但也有研究发现，在控制了内生性后，信用评级对中国企业债券定价没有显著影响，因为发行人付费和评级选购等机制导致了信用评级信息失去公信力(寇宗来等，2015)。在定价方面，承销商之间的竞争导致了债券一级市场定价偏高(Ding et al. (2022))，显著区别于文献普遍记录的证券发行抑价。此外，国家所有权带来的政府隐性担保和救助预期也对债券价格产生了影响(汪莉和陈诗一，2015；王博森等，2016；罗荣华和刘劲劲，2016；韩鹏飞和胡奕明，2015；Geng 和 Pan，2019)。最后，内部控制、宏观经济因素和社会信任等其他因素也会影响发债成本(方红星等，2013；王雄元等，2015；杨国超和盘宇章，2019)。

（二）提出假设

现有文献表明，承销商与发行人之间稳定的合作关系能够为企业带来更好的证券发行服务，发行人更换承销商可能会带来额外的成本(Burch et al.，2005; Dick-Nielsen et al.，2021)。因此，一旦承销商与发行人建立了合作关系，发行人会倾向于将未来的业务也交给关联承销商以享受廉价优质的服务。那么，建立与发行人的合作关系就成了承销商重点关注的问题之一。上市公司与承销商之间的主要业务往来就是证券承销，在任何一次定向增发之前，承销商都可能通过股票 IPO 发行或者债券发行与上市公司建立合作联系。这两种承销业务在建

立合作关系与招揽未来业务方面的贡献如何是一个值得探究的问题。一方面，上市公司如果选择曾经在 IPO 中合作过的承销商增发新股，那么股票发行程序的相似性以及曾经的合作经历都能够降低信息成本提高发行效率。另一方面，上市公司进行债券发行较为频繁，承销商可以借此机会不断加深与上市公司的联系，从而影响发行人在未来业务中对承销商的选择。进一步看，如果证券承销经历能够建立与发行人的合作关系，那么承销商在相关业务中承担的角色不同，也可能对合作关系的建立带来不同程度的贡献。直观地，证券承销业务中的主承销商所承销的比例最大、分得的利润最多、对发行人的了解也更加深入。因此，相比于副主承销商或者分销商，以主承销商的身份为上市公司发行证券应该能够更加有效地建立合作关系。根据以上分析，本文提出：

假设 1：过往的股票承销经历和债券承销经历都能够显著地提高承销商参与同一发行人未来股票发行业务的概率。
假设 2：证券承销业务中的主承销商获得同一发行人未来股票发行业务的概率更高。

如果股票发行和债券发行都能帮助承销商建立与发行人之间的合作关系，那就涉及到承销商之间的竞争问题。最早与上市公司打过交道的一批承销商就是参与其股票 IPO 的承销商们。这些承销商与上市公司的合作关系存在时间较长，他们可能需要付出一定成本来维护客户关系以获得未来的业务，例如提供分析师跟踪等服务(Krigman et al.，2001)。然而，参与债券承销的中介机构却不需要付出太大成本。上市公司发行债券较为频繁，刚刚为上市公司承销过债券的承销商可以立即建立与上市公司的合作关系，并且利用合作关系在接下来的股票发行业务中受益。这些新出现的竞争者迫使早期与上市公司建立过合作关系的承销商做出额外的努力来维护客户关系。债券发行市场竞争激烈，证监会已经多次对债券承销费率中存在的恶性价格竞争现象做出了警告，继续降低费率的空间已经很小。而发行质量是承销商用以吸引客户的有效手段(James，1992)，因此早期与上市公司建立过合作关系的承销商很可能会为了维护客户关系而在债券发行质量上面下功夫。这些老承销商通过降低债券的风险溢价来与新的承销商竞争债券发行机会，从而提升自己获得未来业务的可能。如果通过股票 IPO 承销商发行的债券质量更高，那么上市公司应该更加倾向于选择这些 IPO 承销商发行债券，以享受较低的融资成本。据此，我们提出如下假设：

假设 3：上市公司通过股票 IPO 中的承销商发行债券时，债券的风险溢价更低。
假设 4：上市公司倾向于选择股票 IPO 中的承销商发行债券，以享受较低的融资成本。

承销商在建立和维持与发行人的合作关系时是需要进行一些筛选的，声誉较好的承销商会选择与质量较高的企业建立合作关系(Fernando et al.，2005)。如果承销商在承销债券时有意地对发行人进行了筛选，拒绝那些风险较高的企业，那么通过有合作关系的承销商进行债券发行可能意味着发行人的质量较高，其发行的债券风险也较低。然而，如果债券承销业务对未来的其他业务有显著的拉动作用，那么债券发行就会成为承销商建立和维护客户关系的工具。如果对发行人的筛选过于严格，承销商将不得不放弃一部分潜在的客户，进而放弃来自这些潜在客户的其他业务。因此，承销商在争夺债券承销机会时就可能为了未来的利益而放弃对债券发行人的严格审查，导致一部分风险较高的企业把债券卖给投资者。此时，上市公司与承销商的合作关系反而有着负面含义。所以，承销商和发行人之间的合作与发行人风险之间的联系也是一个值得探究的问题。据此，本文提出假设：

假设 5a：承销商在发行债券时会对发行人进行严格的审核。因此，如果曾经与上市公司合作过的承销商同意继续为其发行债券，这说明发行企业的风险较低。

假设 5b：债券发行业务是承销商们建立客户关系与竞争未来业务的手段，承销商没有对发行人进行严格筛选。因此，通过有合作关系的承销商进行债券发行意味着发行企业有更高的风险。

三、样本构建及描述性统计

本文的研究对象主要是上市公司的证券发行活动，包括股票首次公开发行(IPO)，定向增发和债券发行，样本区间是 2015-2021 年。其中定向增发数据来自 WIND 数据库，股票 IPO 发行信息、债券发行信息、公司财务变量和股票回报率数据来自 WIND 和 CSMAR 数据库。为了探究债券和股票两种承销业务之间的联系，我们把承销商的范围限定在能够同时从事两种投行业务的券商，而不关注商业银行。虽然已有文献证明，借贷关系中的放款人更容易成为借款人未来证券发行的承销商(Drucker 和 Puri，2005；Yasuda，2005；Bharath et al.，2007)，但是国内的商业银行不能从事股票承销业务。即使放款人通过信贷业务与有融资需求的客户建立了合作关系，这种关系也很难在股票承销方面得到体现。

本文使用的定向增发样本是企业-年度层面的数据。我们按照如下顺序对原始数据进行处理。首先，剔除了金融企业的证券发行事件。因为银行、券商等金融机构可以为自己承销证券或者与其他合作伙伴约定在证券发行上互相提供便利，这会影响估计结果。进而，如果一家上市公司在一年之内有多次增发记录，本文保留其中的第一次增发事件。最后，剔除了部分控制变量缺失的样本。经过筛选，本文最终保留了 1986 个定向增发事件。样本记录了每次定向增发事件中的承销商信息，增发日期，总筹资规模，新发股份比例，大股东认购虚拟变量。公司股票发行业务还涉及首次公开发行 IPO 事件。本文搜集上市公司股票 IPO 事件中的承销商信息以及筹资规模。样本中部分上市公司的 IPO 事件距离现在较远，承销商名称由于企业改制和股份制改革等因素发生了变更，本文使用天眼查（www.tianyancha.com）和网络搜索对 IPO 承销商的曾用名进行手动调整。

本文的债券样本包括上市公司在上海、深圳交易所市场以及银行间市场发行的公司债、企业债、短期融资券、超短期融资券和中期票据。本文对债券样本进行如下处理：第一步，剔除金融行业企业发行的债券。第二步，只保留承销商中有券商参与的债券发行事件，因为只有券商才能同时从事股票和债券的承销业务，方便我们研究两种业务之间的相互影响。最后，剔除关键变量缺失的样本。经过筛选，本文保留了 3295 只由上市公司发行的各类债券。我们记录每只债券的如下变量信息：承销商信息，发行时间，发行规模，债券期限，发行人信用评级[2]，发行市场，赎回条款、回售条款、票面利率。

发行人层面的控制变量包括每年年末的公司规模，杠杆率，销售收入，现金持有量，总资产回报率，国有企业虚拟变量，账面市值比，第一大股东持股比例和证券发行时的公司年龄。在承销商层面，本文按照样本中的承销金额和承销次数计算了承销商的年度市场份额。

[2] 针对期限在一年之内的短期债券，国内存在两套评级体系，分别为：AAA，AA+，AA-，...和 A-1，A-2，… ，A-4，两套体系的信用评级之间无法换算。为了保持信用评级体系一致，本文使用发行人信用评级作为替代。债券发行人评级虚拟变量中包含了五个分类，分别代表 AAA、AA+、AA、AA-及以下、缺失信用评级，在描述性统计中按照顺序分别编码为 1-5。我国公司债券市场中的信用评级普遍较高，而上市公司的信用风险更低，这导致发行人信用评级在 AA-及以下的情况很少，所以模型中将这部分债券的信用评级归为一类。分析中将信用评级缺失单独分为一类，但是删除缺失值，本文的主要结果保持稳健。

财务控制变量均使用对应发行事件前一年末的数据，对连续变量在 1%和 99%的水平上进行缩尾，防止异常值对结果产生影响。变量符号和定义见附录表 A1，有关证券发行特征的描述性统计结果见表 1。

表 1　部分变量的描述性统计

变量名称	25%	50%	75%	均值	方差	样本量
			定向增发样本			
scale_p	5.500	10.000	24.000	23.069	37.624	1,986
ppfraction	0.075	0.127	0.194	0.171	0.159	1,986
ppfirst	0	0	1	0.438	0.496	1,986
			债券样本			
scale_b	5.000	10.000	15.000	12.390	12.573	3,295
bondterm	0.670	0.750	3.000	1.985	1.893	3,295
creditlevel	1	2	2	1.775	0.869	3,295
interbank	0	1	1	0.750	0.433	3,295
couponrate	3.070	3.800	4.980	4.102	1.416	3,295
Δpremium_median	-0.500	-0.045	0.475	0.037	0.956	3,295
Δpremium_mean	-0.560	-0.080	0.473	-0.009	0.920	3,295
call	0	0	0	0.030	0.170	3,295
put	0	0	0	0.196	0.397	3,295
creditrisk	0	0	0	0.008	0.088	3,295

四、实证模型及结果分析

（一）承销经历对定向增发业务的贡献

在进行证券发行时，上市公司会挑选承销商，这对证券发行质量以及随后的二级市场交易有着重要影响 (Fang，2005；Dick-Nielsen et al.，2012)。企业在进行新的证券发行时倾向于选择自己合作过的承销商，因为改变承销商或者尝试与新的承销商建立合作关系可能带来较高的转换成本(Dick-Nielsen et al.，2021)。如果过往的承销经历能够建立承销商与发行人之间的合作关系，那么在上市公司选择下次股票发行业务的承销商时，有过合作经历的承销商被选中的概率更高。为了验证股票发行经历和债券发行经历对于未来承销业务的贡献程度建立模型(1)如下：

$$ppchoice_{pij} = \beta_0 + \beta_1 \times bond(main)choice_1_{pij} \\ + \beta_2 \times ipo(main)choice_{ij} + \boldsymbol{\beta_3} \times \boldsymbol{X_{pi}} + \delta_s + \mu_a + \lambda_y + \varepsilon_{pij} \quad (1)$$

模型(1)中的三个关键变量都用于记录上市公司在相应证券的发行过程中对承销商的选择情况。被解释变量 $ppchoice$ 是股票定向增发中的主承销商选择虚拟变量。它用于记录上市公司 i 在定向增发事件 p 中是否选择了承销商 j 作为主承销商。股票 IPO 中的承销商选择虚拟变量是 $ipochoice$ 。它用于记录上市公司 i 在股票 IPO 的承销过程中是否选择了承销商 j 。由于每个上市公司的股票 IPO 只有一次，因此这个变量不随定向增发事件 p 变动。债券承销商选择的哑变量是 $bondchoice_1$ 。它表示上市公司 i 在定向增发事件 p 之前的 1 年时间里，是否使用过承销商 j 进行债券发行。与前面两个股票发行中的承销商选择虚拟变量稍有不同，债券发行的频率较高，发行人在某次定向增发前的 1 年之内可能多次发行债券。那

么只要承销商 j 在此期间为上市公司 i 发行过债券，无论次数，该变量都记为 1。如果一家上市公司在定向增发之前 1 年内没有发行过债券，那么其对应的 $bondchoice_1$ 变量全都记为 0。而变量 $ipomainchoice$ 和 $bondmainchoice_1$ 进一步要求：只有承销商 j 在对应的证券承销过程中被发行人选择作为主承销商时，这个虚拟变量才记为 1。

样本构建的关键在于保留了证券发行中承销商选择的完整记录：在每一次股票定向增发事件中，无论一家承销商是否被选择，它都是一个新的观测值[3]。我们针对承销商的可选集合每年进行更新，要求承销商在当年至少有一笔承销记录时才会被纳入可选集合。如果证券承销经历不能建立客户关系、不能吸引未来业务，也就无法影响发行人在后续证券发行中对承销商的选择。那么在上市公司下次发行证券时，会随机地选择想要使用的承销商。但是，如果过往的承销经历能够产生客户粘性，改变发行人对承销商的选择偏好，那么我们期望系数 β_1 和 β_2 都显著为正。为了保留更多的观测值，我们将过往的股票承销经历限定在 IPO，而不使用相邻的定向增发事件来刻画股权融资业务对自身的贡献。因为大多数发行人在样本期间只有一次定向增发，无法使用定向增发来构建两组股票承销商选择变量。而我们关注的定向增发发行人是 A 股的上市公司，所以他们必然在本次定向增发之前进行过一次 IPO 股权融资，这保证了能够得到一组完整的股权融资中的承销商选择记录。除了上述承销商选择变量，模型(1)中还包含了定向增发、发行人和承销商层面的其他控制变量，以及行业 δ_s、省份 μ_a 和年度 λ_y 固定效应，回归标准误在发行人层面进行聚类。

表 2　承销经历对定向增发业务的贡献

	(1)	(2)	(3)	(4)
	OLS	Probit	OLS	Probit
变量名称	ppchoice			
bondchoice_1	**0.036*****	**0.306*****		
	(4.407)	**(3.894)**		
ipochoice	**0.146*****	**1.203*****		
	(17.779)	**(30.877)**		
bondmainchoice_1			**0.195*****	**1.004*****
			(5.884)	**(6.952)**
ipomainchoice			**0.280*****	**1.640*****
			(22.257)	**(38.091)**
logscale_p	0.002***	0.054***	0.002***	0.051***
	(6.567)	(5.804)	(6.623)	(5.397)
ppfraction	-0.006***	-0.126**	-0.004**	-0.084
	(-3.120)	(-2.151)	(-2.275)	(-1.406)
ppfirst	-0.001***	-0.028***	-0.001**	-0.021**
	(-3.379)	(-2.661)	(-2.412)	(-2.013)
logasset	-0.000	0.014	0.001**	0.036**
	(-0.400)	(1.002)	(2.227)	(2.552)
leverage	-0.000	-0.000	0.000	-0.000
	(-0.688)	(-0.423)	(0.129)	(-0.269)

[3] 对于每一次定向增发事件 p，上市公司都相当于在市面上的可选承销商集合中进行一次选择。

logsales	-0.000	-0.011	-0.000	-0.007
	(-1.342)	(-1.167)	(-1.040)	(-0.675)
logcash	0.000	0.004	0.000	-0.000
	(1.273)	(0.525)	(0.694)	(-0.044)
ROA	-0.002	-0.183**	-0.003	-0.235***
	(-1.031)	(-2.439)	(-1.394)	(-2.956)
SOE	-0.000	-0.005	0.001**	0.034**
	(-0.937)	(-0.293)	(2.186)	(2.183)
BM	-0.001	-0.054	-0.002**	-0.094***
	(-0.806)	(-1.583)	(-2.220)	(-2.699)
top1hold	0.000	0.000	0.000	0.000
	(0.906)	(0.324)	(1.626)	(0.394)
firmage	-0.000	-0.000	0.000	0.001
	(-0.693)	(-0.008)	(0.747)	(1.210)
logipofund	-0.001***	-0.035***	-0.001***	-0.027***
	(-4.490)	(-5.161)	(-3.174)	(-3.997)
lognumber	1.134***	19.616***	1.065***	19.274***
	(18.478)	(22.590)	(17.608)	(22.263)
logmoney	-0.007	-3.452***	0.017	-3.161***
	(-0.130)	(-4.809)	(0.301)	(-4.431)
Constant	0.020***	-2.204***	-0.007	-2.897***
	(3.221)	(-10.782)	(-1.303)	(-14.629)
Observations	171,987	171,987	171,987	171,987
Adj. R2	0.068		0.095	
Pseudo R2		0.197		0.216
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Province FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes

注：括号中的数字为 T 统计量，在回归结果中均进行双尾检验。*、**、***分别代表在 10%、5%、1%的水平上显著，下同。

表 2 展示了模型(1)对应的回归结果，即承销经历对定向增发业务的贡献程度。被解释变量是定向增发中的主承销商选择虚拟变量，因此对于模型(1)除了进行 OLS 估计之外，也进行了 probit 回归。第(1)(2)两列展示了 IPO 发行和债券发行两种承销经历对获取定向增发业务的贡献程度，第(3)(4)两列则进一步探究主承销经历对股票发行业务的贡献。我们主要有以下几点发现：第一，代表承销经历的所有虚拟变量都有显著为正的回归系数，这表明承销商与发行人在股票和债券发行中的合作经历都能显著提高承销商在接下来的定向增发业务中被上市公司指定为主承销商的概率。第二，对比(1)(2)两列与(3)(4)两列中的对应系数可以发现，各种证券发行中的主承销商相比于副主承销商或者分销商，有更高的概率参与发行人未来的股权融资业务。计算 probit 回归结果的边际影响发现：参与债券发行的承销商（主承销商）获得未来定向增发业务的概率提升了 1.2（7.4）个百分点，而参与 IPO 发行的承销商（主承销商）获得未来定向增发业务的概率提升了 10.4（20.4）个百分点。第三，在控制变量中，只有承销商的承销笔数市场份额显著预测了自身获取业务的可能性，而公司基本面

因素对发行人与承销商合作关系的影响不显著或者不具有经济意义。这些结果表明：证券承销经历能够有效地影响上市公司在未来证券发行中对承销商的选择。股票 IPO 的承销商与上市公司之间的关系更为密切，也更有可能直接再次获得未来的股权融资业务。值得关注的是，在控制了 IPO 发行经历后，债券发行对于未来的承销业务还能够提供额外的贡献。相比于股权融资，上市公司发行债券更加频繁，承销商可以借此机会有效地建立与上市公司的合作关系，从而影响上市公司在未来业务中对承销商的选择。

在模型(1)中，承销商发行债券的经历被限定在定向增发之前的一年之内，现在探究这一选择标准的稳健性。在将债券承销经历范围变为定向增发前半年或者前两年之后，重新进行模型(1)中的回归，结果如表 3 所示。篇幅所限我们只报告了关键变量的回归系数，而省略了控制变量部分。在更换了债券承销经历的搜寻范围之后，主要变量回归系数的大小和显著性没有明显变化。这一结果也说明了通过债券发行而建立的承销商-发行人关系是较为稳定的，在至少两年之内没有明显的衰减。

表 3　稳健性检验：债券承销经历范围

面板 A	(1)	(2)	(3)	(4)
承销经历：半年	OLS	Probit	OLS	Probit
变量名称	ppchoice			
bondchoice_half	**0.039*** **	**0.316*** **		
	(4.140)	**(3.704)**		
ipochoice	**0.146*** **	**1.203*** **		
	(17.788)	**(30.881)**		
bondmainchoice_half			**0.222*** **	**1.083*** **
			(5.269)	**(6.596)**
ipomainchoice			**0.280*** **	**1.640*** **
			(22.242)	**(38.075)**
Observations	171,987	171,987	171,987	171,987
Adj. R2	0.068		0.095	
Pseudo R2		0.197		0.216
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Province FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes

面板 B	(1)	(2)	(3)	(4)
承销经历：两年	OLS	Probit	OLS	Probit
变量名称	ppchoice			
bondchoice_2	**0.033*** **	**0.307*** **		
	(4.756)	**(4.393)**		
ipochoice	**0.146*** **	**1.202*** **		
	(17.780)	**(30.875)**		

bondmainchoice_2			**0.183*** **	**1.011*** **
			(6.773)	**(8.458)**
ipomainchoice			**0.280*** **	**1.639*** **
			(22.253)	**(38.067)**
Observations	171,987	171,987	171,987	171,987
Adj. R2	0.068		0.095	
Pseudo R2		0.197		0.217
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Province FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes

总之，模型(1)的结果表明，承销商可以通过为上市公司承销债券而建立与其的合作关系，从而获得来自他们的更多业务。对于市场中的任何一个承销商来说，只要能够为上市公司发行债券，无论在发行中的角色如何，也无论是否曾经参与过一家上市公司的 IPO 发行，这些债券承销商都更有可能获得同一企业的股权融资业务。这表明债券发行对有利可图的股权融资业务有着显著的拉动作用，这种拉动效果独立于股票承销经历并且对于在债券发行中扮演不同角色的承销商普遍存在。总的来说，模型(1)的结果与假设 1、2 相一致，证明了债券承销业务在建立承销商与发行人之间合作关系中的作用。

（二）债券发行中的承销商选择和债券发行质量

承销费用、证券定价、发行相关的配套服务和承销商的声誉是发行人选择承销商时的重要考虑因素(James，1992；Burch et al.，2005；Krigman et al.，2001；Fernando et al.，2005)。承销商与发行人之间的稳定合作关系能够减轻证券发行中的折价问题(Fang，2005)，当失去与承销商的合作关系时市场会对发行人做出负面评价(Dick-Nielsen et al.，2021)。Burch et al. (2005)发现，企业在多次股票发行中持续选择同一承销商可以节约成本，但是在债券发行中却相反。Ding et al. (2022)发现，在承销公司债时，中国的债券承销商通过溢价发行、自购和回扣(rebate)的方式吸引发行人在未来继续选择自己作为债券承销商。

模型(1)的实证结果显示，股票承销和债券承销经历都能够显著地改变发行人对承销商的选择。债券承销经历可以帮助市场中任何一家承销商建立与上市公司的联系，这不依赖于该承销商与发行人过去的合作经历也不依赖于承销商在债券发行中扮演的角色。显然，短期内承销债券的新中介机构对于通过 IPO 与上市公司建立关系的老承销商带来了冲击。老承销商对客户关系进行了长时间的经营和维护，显然不愿意看到业务被别人抢走，所以他们可能会采取一些措施对抗新竞争者。然而，债券发行市场的激烈竞争以及证监会对于发行费率愈发严格的监管都排除了进一步降低费率打价格战的选项。因此，老承销商很可能在债券发行质量上面做功课，通过降低债券的风险溢价为发行人节约融资成本，从而赢得债券发行的机会，以对抗其他新承销商的竞争。如果通过老承销商发行债券能够降低融资成本，那么上市公司应该也乐于选择这些发行质量较高的承销商进行债券发行。为了验证假设 3 和 4，我们建立如下模型(2)和(3)：

$$\Delta Premium_{ib} = \beta_0 + \beta_1 \times bondipo(main)_{ib} + \boldsymbol{\beta_2} \times \boldsymbol{X_{ib}} + \delta_s + \mu_a + \lambda_{ym} + \varepsilon_{ib} \quad (2)$$

$$bondchoice_{ijb} = \beta_0 + \beta_1 \times ipo(main)choice_{ij} + \boldsymbol{\beta_2} \times \boldsymbol{X_{ib}} + \delta_s + \mu_a + \lambda_{ym} + \varepsilon_{ijb} \quad (3)$$

模型(2)的因变量是风险溢价差值 $\Delta Premium$，它计算的是样本中一只债券的风险溢价与基准风险溢价的差额。具体的计算方法如下：首先，使用一只样本债券的票面利率减去无风险利率作为这只债券的风险溢价。然后，找到这只债券发行之前一年之内、相同行业、相同信用评级的发行人发行的拥有相似期限的债券作为基准债券[4]。计算这些基准债券对应风险溢价的中位数或者平均值作为基准风险溢价。最后，使用单只债券的风险溢价减去基准风险溢价得出模型(2)中的因变量：风险溢价差值 $\Delta Premium$。这个变量反映了单只债券相对于类似债券的发行质量。如果这个变量为负值，表明本只债券的发行收益率低于基准，发债质量较高。由于基准风险溢价的计算存在一定的主观性，后续将对计算方法的稳健性进行验证，结果表明更换不同的基准计算方法不影响本文的主要结论。

模型(2)中的核心解释变量是哑变量 $bondipo$，如果债券 b 的承销商中存在参与过发行人 i 股票 IPO 的承销商，则该变量记为 1。为了探究承销商身份差异带来的影响，哑变量 $bondipomain$ 进一步要求在债券 b 的承销商中存在参与过发行人 i 股票IPO的主承销商时，才取值为 1。换句话说，这两个变量反映的是债券发行和股票 IPO 发行的承销商是否有重叠。模型(2)是债券层面的回归，因此可以在回归中加入债券相关的控制变量。因为债券的风险溢价是被解释变量，在控制变量中不再加入债券的票面利率。回归中还吸收了行业 δ_s、省份 μ_a、债券发行年度-月份 λ_{ym} 固定效应，标准误在债券发行日期上进行聚类。

表 4　承销经历对债券风险溢价的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)
变量名称	Δpremium_median		Δpremium_mean	
bondipo	**-0.093*** **		**-0.085*** **	
	(-2.733)		**(-2.647)**	
bondipomain		**-0.127*** **		**-0.124*** **
		(-2.661)		**(-2.733)**
logscale_b	-0.034	-0.040	-0.028	-0.033
	(-1.146)	(-1.174)	(-0.999)	(-1.027)
bondterm	0.002	-0.003	0.010	0.009
	(0.126)	(-0.223)	(0.842)	(0.696)
creditlevel(AA+)	-0.026	-0.086	-0.031	-0.088
	(-0.423)	(-1.237)	(-0.554)	(-1.359)
creditlevel(AA)	-0.056	-0.154*	-0.043	-0.140*
	(-0.758)	(-1.935)	(-0.628)	(-1.866)
creditlevel(<AA)	-0.295**	-0.364**	-0.261**	-0.350***
	(-2.152)	(-2.541)	(-2.006)	(-2.581)
creditlevel(missing)	0.448	0.360	0.606**	0.524*

[4] 在基准模型中，针对债券期限的分类标准是：小于 1 年，1-4 年，4-7 年，7-10 年和大于 10 年，而基准债券的搜寻区间是每只债券发行前的一年。在后续的稳健性检验部分将会对期限分类以及基准债券的搜寻区间进行讨论，以验证结论的稳健性。

	(1.523)	(1.243)	(2.019)	(1.800)
interbank	0.066	0.039	0.078	0.056
	(1.222)	(0.647)	(1.534)	(0.988)
call	0.027	-0.035	0.047	-0.032
	(0.249)	(-0.289)	(0.471)	(-0.293)
put	0.010	0.003	-0.009	-0.020
	(0.165)	(0.049)	(-0.167)	(-0.328)
logasset	0.111**	0.110**	0.124***	0.122**
	(2.425)	(2.056)	(2.872)	(2.461)
leverage	0.045**	0.059**	0.051**	0.065***
	(2.084)	(2.275)	(2.564)	(2.694)
logsales	-0.070**	-0.067*	-0.076**	-0.077**
	(-2.102)	(-1.744)	(-2.406)	(-2.140)
logcash	0.022	0.022	0.023	0.026
	(0.870)	(0.720)	(0.942)	(0.867)
ROA	-2.423***	-3.140***	-2.437***	-3.317***
	(-3.233)	(-3.853)	(-3.419)	(-4.295)
SOE	-0.750***	-0.818***	-0.758***	-0.815***
	(-14.607)	(-14.234)	(-15.316)	(-14.677)
BM	0.229**	0.141	0.208*	0.112
	(2.009)	(1.119)	(1.922)	(0.937)
top1hold	-0.002	-0.002	-0.002	-0.002
	(-1.615)	(-1.503)	(-1.225)	(-1.171)
firmage	0.000	0.004	-0.001	0.003
	(0.008)	(0.884)	(-0.331)	(0.550)
logipofund	-0.007	0.005	-0.010	0.002
	(-0.469)	(0.266)	(-0.731)	(0.127)
Constant	-0.945	-1.092	-1.148	-1.245
	(-1.247)	(-1.271)	(-1.628)	(-1.571)
Observations	3,295	2,650	3,295	2,650
Adj. R2	0.386	0.379	0.411	0.404
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Province FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Year_Month FE	Yes	Yes	Yes	Yes

表 4 展示了模型(2)的结果，这个回归探究了承销关系对当前债券发行利差的影响。其中(1)至(2)列中使用基准债券对应风险溢价的中位数作为标准风险溢价，而(3)至(4)列中使用的是基准债券风险溢价的平均数作为标准，两组结果在数值和显著性上没有明显差别。结果显示，通过曾经在股票 IPO 中合作过的券商发行新债时，债券的收益率显著降低 8-9 个基点。为了探究承销商的不同身份对债券发行质量的影响，我们在第(2)(4)两组回归中对债券样本做了一定的限制：只有债券承销商与上市公司股票 IPO 的承销商没有任何重叠的债券以及在债券承销业务中使用了股票 IPO 中的主承销商的债券才会保留下来，因此样本量有所减少。此时回归结果显示，相比于通过新的承销商来发行债券，使用股票 IPO 中的主承销

商发行新券时，债券本身的风险溢价相对于基准风险溢价进一步下降，两者差值约为 12 个基点。经济含义方面，按照描述性统计中的债券发行规模中位数 10 亿元计算，选择自身 IPO 中的主承销商进行债券发行，每只债券一年可以为发行人节省 120 万元左右的融资成本。

针对债券的定价，目前没有较为一致的数理模型给出债券合理定价的绝对水平。因此，在模型(2)中我们采用了单只债券与相似债券之间的风险溢价之差作为比较标准来判断债券发行的质量。在上述结果中，除了相同行业、相同发行人信用评级之外，我们针对债券期限的分类标准是：小于 1 年，1-4 年，4-7 年，7-10 年和大于 10 年，而可比相似债券的搜寻区间是每只债券发行前的一年。为了证明结果的稳健性，我们现在针对债券期限分类和搜寻区间这两个较为主观的标准进行改变。表 5 给出了相应的结果。搜寻范围部分展示了基准债券搜寻期间缩短为半年后的回归结果，期限分组展示了将相似债券期限的标准设定为 1 年之后的结果 (针对债券期限共 11 组分类：小于 1 年，1-2 年，2-3 年，......，9-10 年，大于 10 年)。篇幅所限我们仍然只报告关键变量的回归系数，省略控制变量部分。结果显示，除了由于筛选条件变窄导致样本量有所下降，其余回归系数大小和显著性水平大体保持不变，说明我们之前的发现不是由于主观上的设定偏差而导致的。

表 5　债券发行质量的稳健性检验

面板 A	(1)	(2)	(3)	(4)
搜寻范围				
变量名称	Δpremium_median		Δpremium_mean	
bondipo	**-0.086****		**-0.076****	
	(-2.452)		**(-2.295)**	
bondipomain		**-0.123****		**-0.120****
		(-2.348)		**(-2.366)**
Observations	3,043	2,439	3,043	2,439
Adj. R2	0.290	0.290	0.309	0.310
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Province FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Year_Month FE	Yes	Yes	Yes	Yes

面板 B	(1)	(2)	(3)	(4)
期限分组				
变量名称	Δpremium_median		Δpremium_mean	
bondipo	**-0.089*****		**-0.088*****	
	(-2.731)		**(-2.803)**	
bondipomain		**-0.140*****		**-0.144*****
		(-2.892)		**(-3.077)**
Observations	3,166	2,541	3,166	2,541
Adj. R2	0.381	0.375	0.408	0.402

Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Province FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Year_Month FE	Yes	Yes	Yes	Yes

在模型(2)的结果中我们看到，如果上市公司选择老承销商发行债券，这些债券的风险溢价的确相比于基准风险溢价更低，通过 IPO 主承销商发行债券带来的风险溢价下降幅度进一步增加。这说明曾经参与上市公司 IPO 的承销商在面对新竞争者的威胁时，选择通过提高债券发行质量来应对冲击。如果选择老承销商能够显著提升债券发行质量，降低融资成本，那么上市公司应该倾向于选择这些承销商发行债券。使用模型(3)验证假设 4，即：上市公司更倾向于使用旧承销商进行债券的发行，以享受较低的融资成本。

模型(3)沿用了模型(2)中的债券样本。在这个模型中，我们重点关注的是样本中每一只债券发行时的承销商选择，样本构建过程与模型(1)相似：针对每一次债券的发行，都完整地记录下发行人对于承销商的选择情况。股票 IPO 时的承销商选择虚拟变量 $ipochoice$ 和 $ipomainchoice$ 的定义与模型(1)中的相同。而这里 $bondchoice$ 的构建与模型(1)中稍有差异，现在该变量记录的是每一只债券发行时的承销商选择，不必像模型(1)中将多次债券发行事件中的承销商选择合并。回归中包含了发行人、债券和承销商层面的所有控制变量以及模型(2)中的全部固定效应，此时将票面利率也加入控制变量，标准误在发行人层面聚类，与模型(1)保持一致。

表 6　债券发行中的承销商选择

	(1)	(2)	(3)	(4)
	OLS	Probit	OLS	Probit
变量名称	bondchoice			
ipochoice	**0.017***** **(3.253)**	**0.330***** **(10.222)**		
ipomainchoice			**0.043**** **(2.540)**	**0.451***** **(5.892)**
Observations	276,471	276,471	276,471	276,471
Adj. R2	0.377		0.377	
Pseudo R2		0.458		0.457
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Province FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Year_Month FE	Yes	Yes	Yes	Yes

表 6 展示了模型(3)的回归结果。因变量是承销商选择虚拟变量，所以针对该模型也使用 OLS 和 probit 回归分别讨论。回归结果显示，参与 IPO 发行的经历可以显著提升承销商为同一发行人承销债券的概率，而 IPO 中的主承销商被发行人选中进行债券发行的概率进一步提升。模型(2)已经证明，上市公司通过 IPO 承销商发行债券可以降低债券的风险溢价，节约融资成本。模型(3)进一步证明了上市公司在发行新的债券时，的确有意地选择了能够提

供更高发行质量的承销商，这些承销商就是曾经参与其股票 IPO 的承销商。这些结果与假设 3、4 一致：IPO 中的承销商为了与其他同行竞争而提升了债券发行质量，上市公司也乐于利用这些承销商发行债券，以享受较低的融资成本。老承销商通过提升债券发行质量有效地对抗了新承销商的竞争，防止其他承销商通过近期的债券承销活动“截胡”未来的股权融资业务。我们将以上实证结果所展示的证券承销业务之间的关系网络总结如下：

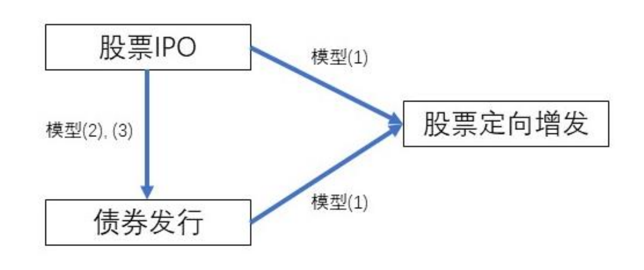


图 1　证券承销业务之间的关系网络

（三）债券发行中的竞争与风险

模型(1)-(3)证明了债券发行业务在承销商和发行人之间的重要地位。债券承销经历能够帮助承销商招揽未来的股票发行业务。无论承销商在债券发行过程中担任了什么角色，债券发行经历都能显著提高承销商从同一发行人处获得未来业务的概率。承销中介机构为了获得未来的股票融资业务，针对债券承销展开了激烈的竞争，因为债券发行实际上是未来股票承销业务的入场券。尽管债券和股票发行在承销流程和监管政策方面有很大不同，我们仍然看到两种证券的承销过程并不是独立的，股票承销业务和债券承销业务之间存在相互促进的关系。围绕债券发行所展开的承销业务关系使得承销商和发行人都能从中获益，发行人能够以更低的成本进行融资，承销商可以获得更多的股票发行业务。然而，这种承销商与发行人之间的双赢局面只体现了两者合作的内部利益，本文接下来的部分将讨论这种合作关系的外部风险问题。

Dick-Nielsen et al. (2021)、Wang(2021)提及，美国市场中的债券发行流程十分紧迫，有时从公告发行到结束发行最短只有几个小时的时间，投资者没有时间搜集关于债券和发行人的信息。类似的，中国债券市场中也存在信息获取困难的问题。比如发行人付费等机制的存在导致了即使有信用评级等来自第三方的信息，其对企业风险的揭示作用也很有限(寇宗来等，2015)。此时，债券承销商就可能成为信息提供者。Fernando et al. (2005)认为承销商在承接业务时对发行人进行了筛选，承销商与发行人之间的稳定合作关系反映了企业的质量。承销商的存在为债券提供了“认证(certification)”，承销商以自己的声誉为发行企业和对应证券提供了背书(Burch et al.，2005；Fang，2005)。此时，稳定的合作关系意味着债券的风险较低。但是，中国债券市场中的一些特征可能导致承销商在筛选发行人时放松标准。Ding et al. (2022)对中国债券市场做了详细的描述，他们发现来自高信用评级企业的短期债券是市场中的主流，这些债券的违约率极低；此外，中国市场中的承销商也没有稳定二级市场中债券价格的义务。高评级、低违约率、短周期等特征都表明债券本身的风险不高，这降低了承销商严格审核发行人质量的动机。加之我们已经在模型(2)和(3)的结果中看到债券发行是承销商们争夺未来业务的战场，严格的筛选标准会迫使承销商主动放弃一些潜在客户，这对承销商来说也是很不情愿的。如果承销商只是单纯地把债券发行作为一种招揽未来业务和维护客户

关系的手段，没有对发行人进行严格的审核，那么债券承销上的合作可能意味着发行人存在一定的风险。为了探究基于债券承销而建立的合作关系对风险的揭示作用，我们建立模型(4)：

$$creditrisk_{ib} = \beta_0 + \beta_1 \times bondipo(main)_{ib} + \boldsymbol{\beta_2} \times \boldsymbol{X_{ib}} + \delta_s + \mu_a + \lambda_{ym} + \varepsilon_{ib} \qquad (4)$$

模型(4)是一个债券层面的回归。等号左边的被解释变量 $creditrisk$ 是一个反映发行人基本面风险的哑变量。具体的构建方式是：针对每一只样本中的债券，如果在债券发行之后、到期之前，发行人由于连续亏损、资产缩水或者审计否定等基本面原因而导致其自身的股票被特殊处理标记为 ST 或者*ST，那么该变量记为 1，否则记为 0。关键解释变量 $bondipo(main)$ 的定义与模型(2)中的定义相同，它在债券发行和股票 IPO 发行的（主）承销商有重叠时取值为 1。在我国的公司信用债券市场中，存在债券期限较短、信用评级很高以及债券违约率很低的特征，而上市公司的债券违约率更低。即使承销商在债券承销业务中降低对于发行人的审核标准，没有使用自己的信息优势对发行人进行筛选，市场环境也大体能保证债券的兑付情况，因此债券最终违约不适合衡量发行人的真实风险。另外，国内的信用评级在反映真实信用风险方面敏感度较差，也不适宜作为风险的直接衡量指标。因此，我们不使用债券层面的相关变量（例如：违约、评级变动等）来衡量风险。如果承销商对于发行人进行了深入的调查，并且有目的的筛选债券承销项目，那么我们期望 β_1 为负，说明持续稳定的合作关系意味着发行人风险较低。反之，如果承销商仅仅机械性的完成债券承销工作以期未来获得更多股票承销业务，而没有主动识别发行人风险，那么系数 β_1 可能为正。回归中包含全部债券和发行人层面的控制变量以及模型(2)中的固定效应，标准误在债券发行日期上进行聚类。

表 7　承销商选择与债券风险分析

变量名称	(1)	(2)	(3)	(4)
	creditrisk			
bondipo	**0.008****		**0.015***	
	(2.103)		**(1.736)**	
bondipomain		**0.012****		**0.027****
		(2.081)		**(2.326)**
Observations	3,295	2,650	1,280	1,105
Adj. R2	0.080	0.075	0.163	0.161
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Province FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Year_Month FE	Yes	Yes	Yes	Yes

表 7 展示了模型(4)的回归结果，这个模型探究的是承销商-发行人合作关系与债券发行之后发行人基本面风险之间的关系。在第(1)(2)列的回归中，我们对债券的期限不做要求，将所有样本中的债券都纳入回归中。第(1)列的结果显示，如果债券发行人使用了曾经参与其股票 IPO 的承销商进行债券承销，那么在债券存续期间，发行人的股票被标记为 ST 或者*ST 的概率会显著提高 0.8%。第(2)列的债券样本只保留了发行人股票 IPO 承销商与债券承销商没有重叠的债券和发行人选择自身股票 IPO 时的主承销商进行发行的债券。结果显示，

如果股票IPO的主承销商参与了后续的债券发行，那么债券存续期间发行人股票被ST的风险会提高 1.2%，表明发行人的基本面风险更高。我们需要慎重的看待这组结果。在描述性统计中，样本债券以短期债券为主，债券存续期限的中位数小于一年。那么第(1)、(2)两列中的结果就可能被低估。由于股票被特殊处理的主要原因之一是连续两年亏损，我们在(3)、(4)两列中只保留了到期期限大于两年的债券，以验证长期效果。(3)、(4)两列中承销商重叠虚拟变量的系数上升，佐证了我们的猜测，即短期债券的存在使得前面两列的结果被低估。我们发现如果上市公司通过曾经在 IPO 中合作过的承销商进行长期债券的发行，那么在债券存续期间发行人的股票由于业绩恶化等基本面原因而被特殊处理的概率会上升 1.5%-2.7%。在债券样本中，被解释变量 $creditrisk$ 表示的基本面风险的无条件概率为 0.79%，所以利用现有承销关系进行新债发行意味着发行人在债券存续期间出现基本面风险的概率提升了约 1 到 3 倍。针对模型(4)的分析表明承销商与发行人之间的合作关系意味着更多的风险。回归已经控制了债券期限以及债券的票面利率，所以这种风险上升不仅仅是债券期限较长导致的，并且这种风险也没有被票息充分定价。

总结起来，对于上市公司发行的债券，债券承销成员中如果出现了曾经的股票 IPO 承销商，那么在债券存续期间，对应发行人的股票被特殊处理的风险提升。如果发行人股票IPO中的主承销商加入了债券承销业务，那么债券存续期间对应发行人的股票被特殊处理的风险更高。同时随着债券期限的增加，这种风险也相应上升。这表明券商在承销债券时没有对发行人进行认真的筛选，而只是将债券承销作为了建立和维护客户关系的工具，以期获得未来的股票发行业务。这些结论证明了假设 5b 提出的猜想。

五、结论及政策建议

本文研究发现债券承销是券商用于与上市公司建立或者维护合作关系的有效手段，并且这种合作关系对于参与者来说是双赢的。一方面，为上市公司承销过债券的券商更有可能参与到上市公司未来的定向增发业务中。可以说承销商拥有为上市公司发债的经历，就等于拥有了参与其未来股票发行业务的入场券。另一方面，在这种合作关系中的上市公司也能够享受到较低的债务融资成本。已经与上市公司有过合作的券商为了巩固客户关系会尽量降低债券发行时的信用利差，以此来与其他的承销商争夺债券发行机会。上市公司也愿意通过这些熟悉的券商发行债券，以享受较低的债务融资成本。然而，围绕债券发行而建立的合作关系无法在揭示风险方面展现出承销商的信息优势。使用合作过的承销商进行债券发行的上市公司，其自身的风险较高。

中央金融工作会议指出，改进监管方法、调适监管理念是提升监管能力水平并落实金融监管全覆盖的重要手段。本文实证研究结果的政策含义是，除了规范债券承销过程，监管政策可能也需要加强对公司债券发行的“事后”监督，将债券存续期间发行人的基本面风险指标纳入承销商的综合评价中。由于债券承销业务对未来其他业务的显著贡献，承销商在承销债券的过程中可能放弃了对发行人的严格筛选，导致对风险的识别不足。我们发现被掩盖的风险可能会通过发行人的基本面波动反映在股票市场中。在债券存续期间，发行人出现业绩变脸、连续亏损等情况都说明承销商可能没有发挥好承销中介机构的信息和专业优势，让风险较高的债券发行人“带病闯关”，这损害了债券投资者的利益。因此，监管政策如果能对证券公司承销发行的债券进行事后跟踪，就可能督促承销商在发行债券的过程中提高执业质量，避免为了短期利益盲目竞争。

附　录

表 A1　变量定义表

变量符号	变量定义	使用模型
	定向增发	
logscale_p	定向增发筹资规模	1
ppfraction	定向增发新股数量占总股本比例	1
ppfirst	第一大股东参与定向增发的虚拟变量	1
	债券	
logscale_b	债券发行规模的自然对数	2、3、4
bondterm	债券期限	2、3、4
creditlevel	债券发行人信用评级，共分为五组：AAA、AA+、AA、AA-及以下、缺失，每一组单独设置一个虚拟变量	2、3、4
interbank	债券在银行间市场发行的虚拟变量	2、3、4
couponrate	债券票面利率（%）	3、4
Δpremium	债券的票面利率与基准债券票面利率之差（基准分别按照中位数或者均值计算）	2
call	可赎回债券虚拟变量	2、3、4
put	可回售债券虚拟变量	2、3、4
creditrisk	债券存续期间发行人股票被 ST 的虚拟变量	4
bondipo	债券承销商中存在参与过发行人股票 IPO 承销商的虚拟变量	2、4
bondipomain	债券承销商中存在参与过发行人股票 IPO 主承销商的虚拟变量	2、4
	发行人	
logasset	证券发行人总资产的自然对数	1、2、3、4
leverage	证券发行人的杠杆率	1、2、3、4
logsales	证券发行人销售收入的自然对数	1、2、3、4
logcash	证券发行人持有现金的自然对数	1、2、3、4
ROA	证券发行人的总资产回报率	1、2、3、4
SOE	证券发行人是国有企业的虚拟变量	1、2、3、4
BM	证券发行人的账面市值比	1、2、3、4
top1hold	证券发行人的第一大股东持股比例	1、2、3、4
firmage	证券发行企业的年龄	1、2、3、4
logipofund	证券发行人 IPO 筹资规模的自然对数	1、2、3、4
	承销商	
ipochoice	某一承销商参与了上市公司 IPO 的虚拟变量	1、3
ipomainchoice	某一承销商以主承销商的身份参与了上市公司 IPO 的虚拟变量	1、3
ppchoice	某一承销商以主承销商的身份参与上市公司定向增发的虚拟变量	1
bondchoice_1	某一承销商在定向增发前的 1 年之内为上市公司承销过债券的虚拟变量	1

bondmainchoice_1	某一承销商在定向增发前的 1 年之内以主承销商的身份为上市公司承销过债券的虚拟变量	1
bondchoice	某一承销商参与了债券发行的虚拟变量	3
lognumber	某一承销商年度承销笔数与当年样本承销总量的比例加 1 后取对数(定增、债券分别计算)	1、3
logmoney	某一承销商年度承销金额与当年样本承销总金额的比例加 1 后取对数(定增、债券分别计算)	1、3
	固定效应	
Industry FE	行业固定效应	1、2、3、4
Province FE	省份固定效应	1、2、3、4
Year FE	年份固定效应	1
Year_Month FE	年份-月份固定效应	2、3、4

参 考 文 献

1. 方红星、施继坤、张广宝：《产权性质、信息质量与公司债定价——来自中国资本市场的经验证据》，《金融研究》2013 第 4 期，第 170-182 页。

2. 韩鹏飞、胡奕明：《政府隐性担保一定能降低债券的融资成本吗?——关于国有企业和地方融资平台债券的实证研究》，《金融研究》2015 年第 3 期，第 116-130 页

3. 何平、金梦：《信用评级在中国债券市场的影响力》，《金融研究》2010 年第 4 期，第 15-28 页。

4. 寇宗来、盘宇章、刘学悦：《中国的信用评级真的影响发债成本吗？》，《金融研究》2015 年第 10 期，第 81-98 页。

5. 罗荣华、刘劲劲：《地方政府的隐性担保真的有效吗?——基于城投债发行定价的检验》，《金融研究》2016 年第 4 期，第 83-98 页。

6. 王安兴、解文增、余文龙：《中国公司债利差的构成及影响因素实证分析》，《管理科学学报》2012 年第 5 期，第 32-41 页。

7. 王博森、吕元稹、叶永新：《政府隐性担保风险定价：基于我国债券交易市场的探讨》，《经济研究》2016 年第 10 期，第 155-167 页。

8. 汪莉、陈诗一：《政府隐性担保、债务违约与利率决定》，《金融研究》2015 年第 9 期，第 66-81 页。

9. 王雄元、张春强、何捷：《宏观经济波动性与短期融资券风险溢价》，《金融研究》2015 年第 1 期，第 68-83 页。

10. 杨国超、盘宇章：《信任被定价了吗?——来自债券市场的证据》，《金融研究》2019 年第 1 期，第 35-53 页。

11. Amstad, M., & He, Z., Chinese Bond Market and Interbank Market, NBER Working Paper, No. w25549, 2019.

12. Beck, T., Degryse, H., De Haas, R., & Van Horen, N., When Arm's Length Is Too Far: Relationship Banking Over the Credit Cycle. *Journal of Financial Economics*, Vol.127, No.1, January 2018, pp.174-196.

13. Bharath, S., Dahiya, S., Saunders, A., & Srinivasan, A., So What Do I Get? The Bank's View of Lending Relationships. *Journal of Financial Economics*, Vol.85, No.2, August 2007, pp.368-419.

14. Boot, A. W., & Thakor, A. V., Can Relationship Banking Survive Competition? *The Journal of Finance*, Vol.55, No.2, April 2000, pp.679-713.

15. Burch, T. R., Nanda, V., & Warther, V., Does It Pay to Be Loyal? An Empirical Analysis of Underwriting Relationships and Fees. *Journal of Financial Economics*, Vol.77, No.3, September 2005, pp.673-699.

16. Chemmanur, T. J., & Fulghieri, P., Reputation, Renegotiation, and the Choice Between Bank Loans and Publicly Traded Debt. *Review of Financial Studies*, Vol.7, No.3, July 1994, pp.475-506.

17. Chen, H., Chen, Z., He, Z., Liu, J., & Xie, R., Pledgeability and Asset Prices: Evidence from the Chinese Corporate Bond Markets. *The Journal of Finance*, Vol.78, No.5, October 2023, pp.2563-2620.

18. Corwin, S. A., & Schultz, P., The Role of IPO Underwriting Syndicates: Pricing, Information Production, and Underwriter Competition. *The Journal of Finance*, Vol.60, No.1, February 2005, pp.443-486.

19. Dick-Nielsen, J., Feldhütter, P., & Lando, D., Corporate Bond Liquidity Before and After the Onset of the Subprime Crisis. *Journal of Financial Economics*, Vol.103, No.3, March 2012, pp.471-492.

20. Dick-Nielsen, J., Nielsen, M. S., & von Rüden, S. L., The Value of Bond Underwriter Relationships. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 68, June 2021, 101930.

21. Ding, Y., Xiong, W., & Zhang, J., Issuance Overpricing of China's Corporate Debt Securities. *Journal of Financial Economics*, Vol.144, No.1, April 2022, pp.328-346.

22. Drucker, S., & Puri, M., On the Benefits of Concurrent Lending and Underwriting. *The Journal of Finance*, Vol.60, No.6, December 2005, pp.2763-2799.

23. Fama, E. F., & French, K. R., A Five-factor Asset Pricing Model. *Journal of Financial Economics*, Vol.116, No.1, April 2015, pp.1-22.

24. Fang, L. H., Investment Bank Reputation and the Price and Quality of Underwriting Services. *The Journal of Finance*, Vol.60, No.6, December 2005, pp.2729-2761.

25. Fernando, C. S., Gatchev, V. A., & Spindt, P. A., Wanna Dance? How Firms and Underwriters Choose Each Other. *The Journal of Finance*, Vol.60, No.5, October 2005, pp.2437-2469.

26. Fernando, C. S., May, A. D., & Megginson, W. L., The Value of Investment Banking Relationships: Evidence from the Collapse of Lehman Brothers. *The Journal of Finance*, Vol.67, No.1, February 2012, pp.235-270.

27. Geng, Z., & Pan, J., The SOE Premium and Government Support in China's Credit Market, NBER Working Paper, No. w26575, 2019.

28. Hu, G. X., Pan, J., & Wang, J., Chinese Capital Market: An Empirical Overview, NBER Working Paper, No. w24346, 2018.

29. Huang, J. Z., Liu, B., & Shi, Z., Determinants of Short-term Corporate Yield Spreads: Evidence from the Commercial Paper Market. Review of Finance, Vol.27, No.2, March 2023, pp.539-579.

30. James, C., Relationship-specific Assets and the Pricing of Underwriter Services. *The Journal of Finance*, Vol.47, No.5, December 1992, pp.1865-1885.

31. Krigman, L., Shaw, W. H., & Womack, K. L., Why Do Firms Switch Underwriters? *Journal of Financial Economics*, Vol.60, No. 2–3, May 2001, pp.245-284.

32. Livingston, M., Poon, W. P., & Zhou, L., Are Chinese Credit Ratings Relevant? A Study of the Chinese Bond Market and Credit Rating Industry. *Journal of Banking & Finance*, Vol.87, February 2018, pp.216-232.

33. Petersen, M. A., & Rajan, R. G., The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data. *The Journal of Finance*, Vol.49, No.1, March 1994, pp.3-37.

34. Rajan, R. G., Insiders and Outsiders: The Choice Between Informed and Arm's-length Debt. *The Journal of Finance*, Vol.47, No.4, September 1992, pp.1367-1400.

35. Wang, L., Lifting the Veil: The Price Formation of Corporate Bond Offerings. *Journal of Financial Economics*, Vol.142, No.3, December 2021, pp.1340-1358.

36. Yasuda, A., Do Bank Relationships Affect the Firm's Underwriter Choice in the Corporate-bond Underwriting Market? *The Journal of Finance*, Vol.60, No.3, June 2005, pp.1259-1292.

The Role of Bond Issuance in the Relationship Between Underwriters and Issuers

ZHANG Jinfan (Chinese University of Hong Kong, Shenzhen, 518172)
HUO Zhuoxiang (Chinese University of Hong Kong, Shenzhen, 518172)

Abstract: This article studies the role of bond issuance in building a cooperative relationship between underwriters and issuers. The results show that, firstly, bond issuance is an effective means for underwriters to establish cooperative relationships with listed companies. Both bond issuance experience and stock IPO issuance experience can significantly increase the probability of underwriters participating in the next private equity placement by the same issuer. Secondly, underwriters in IPOs of listed companies will reduce the risk premium of bonds to stabilize customer relationships by improving the quality of bond issuance; Listed companies are indeed more inclined to choose underwriters who have participated in their stock IPOs to issue bonds to enjoy lower financing costs. Thirdly, utilizing existing partnerships for bond issuance means that listed companies have higher risks. During the bond's maturity, these issuers' stocks are more likely to be subject to special treatment (ST) due to deteriorating fundamentals. In summary, these results provide evidence for the role of securities underwriting relationships in the Chinese capital market and also provide a reference for subsequent regulatory policy reforms.

Keywords: Securities Underwriting; Risk Premium; Fundamental Risk
JEL: G24, G12, G20